

# ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP UNDERPRICING DALAM INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) PADA KELOMPOK PERUSAHAAN KEUANGAN DAN NON KEUANGAN DI BURSA EFEK JAKARTA (BEJ)

**Zuhafni**

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi (STIE) Yayasan Pendidikan Pasaman Barat (YAPPAS)  
Jl. Pujarahayu, Ophir, 26368. Email : [zuhafni@gmail.com](mailto:zuhafni@gmail.com)

**Diterima 12 November 2013**

**Disetujui 20 Desember 2013**

## ABSTRACT

Tujuan riset ini adalah untuk membuktikan; apakah Reputasi Penjamin Emisi mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO), apakah Offer Size (gross proceeds) mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO), apakah Stock Volatility mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO) dan untuk menguji apakah *underpricing* pada kelompok perusahaan keuangan lebih kecil dibanding dengan kelompok perusahaan non keuangan. Hasil riset ini menunjukkan; reputasi penjamin emisi tidak berpengaruh terhadap *underpricing*, *offer size* menunjukkan tidak berpengaruh terhadap *underpricing*, terdapat pengaruh positif secara signifikan antara *stock volatility* dengan menggunakan proksi pengukuran standar deviasi LOGHL dan *underpricing* pada kelompok perusahaan keuangan lebih kecil apabila dibandingkan dengan kelompok perusahaan non keuangan. Faktor-faktor yang sangat mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO) di BEJ, *Offer size* ternyata tidak berpengaruh terhadap *underpricing* (tingkat pengaruh hanya 5%). Terdapat hubungan positif secara signifikan antara *stock volatility* dengan menggunakan proksi pengukuran standar deviasi LOGHL dan *Underpricing* pada kelompok perusahaan keuangan lebih kecil apabila dibandingkan dengan kelompok perusahaan non keuangan dengan menggunakan *abnormal return*.

**Kata kunci:** *Underpricing, IPO, Stock Volatility, Abnormal Return, Penjamin Emisi*

## PENDAHULUAN

Penawaran saham yang pertama kali dilakukan oleh perusahaan yang memerlukan modal adalah dengan menerbitkan saham yang dijual kepada investor umum yang disebut dengan *Initial Public Offering (IPO)*. Saat pertama kali melakukan penawaran sahamnya ke pasar modal (*go public*) perusahaan tersebut akan melakukan penentuan harga perdannya. Perusahaan tersebut tidak ingin menawarkan harga yang terlalu rendah kepada investor, namun disisi lain investor menginginkan membeli dengan harga rendah agar dapat memperoleh *capital gain* dari pembelian saham tersebut.

Ritter (1984) menyatakan *Capital gain* adalah selisih harga saham pada pasar sekunder dengan harga saham perdana, hal ini disebabkan keuntungan yang diterima investor dari dana investasi yang ditanamkannya pada pasar perdana karena adanya *Underpricing*.

Faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* adalah faktor kondisi pasar, pengalaman emiten dalam melakukan emisi perdana, tingkat persaingan antar penjamin emisi, perbandingan harga jual dengan nilai buku, dan tidak kalah pentingnya adalah faktor asimetri informasi. Dalam rangka memperkecil terjadinya *underpricing*, maka penjamin emisi akan bertindak sebagai konsultan bagi perusahaan

yang meleakukan penawaran saham perdana (emiten) yaitu dengan berusaha memperkecil terjadinya asimetri informasi, penjamin emisi akan berusaha mencari informasi yang dibutuhkan oleh calon investor supaya resiko dari investasi yang akan ditanamkan calon investor tersebut menjadi kecil.

Investor yang membeli saham di pasar perdana dengan *underpricing* dan menjualnya kembali ke pasar sekunder dengan mengharpkan *abnormal return*. Bagi emiten dengan terjadinya *underpricing* berarti dia kehilangan kesempatan untuk mendapatkan dana secara maksimal, sedangkan bagi investor dalam pembelian sahan di pasar perdana biasanya mengharapkan *underpricing* agar dapat memperoleh *capital gain* nantinya.

Untuk mengurangi asimetri informasi diperlukan regulasi atau peraturan yang dikeluarkan oleh badan pembuat undang-undang/peraturan (pemerintah), agar informasi yang diperoleh oleh calon investor dapat lebih jelas supaya supaya berkurangnya terjadi asimetri informasi. Dalam hal ini peraturan-peraturan pemerintah memainkan peranan yang sangat penting dalam *setting* harga penawaran saham perdana, oleh karena itu pihak manajemen dan pihak luar termasuk calon investor sangat memerlukan peraturan yang dikeluarkan oleh pemerintah agar asimetri informasi dapat diminimalisir.

Widjaja (1997) menyebutkan *underpricing* dan faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*, dalam penelitiannya menyatakan; faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* adalah kondisi pasar, pengalaman emiten dalam melakukan emisi perdana, tingkat persaingan antar penjamin emisi, perbandingan harga jual

dengan nilai buku, PER, asimetris informasi, dan tujuan emisi untuk membayar hutang atau untuk membayar kewajiban lainnya dalam kurun waktu tahun 1994-1997.

Alli, Yau, dan Yung (1994), Ritter (1991) dalam penelitiannya menyatakan bahwa *underpricing* IPO pada perusahaan kelompok keuangan secara signifikan lebih kecil dibandingkan kelompok non keuangan dan juga ditemukan bahwa *underpricing* kelompok perusahaan keuangan lebih sedikit dibandingkan kelompok perusahaan non keuangan, maka untuk pembuktiannya penulis melakukan penelitian yang sama di Bursa efek Jakarta (BEJ) dengan judul penelitian “Analisis Faktor-faktor Yang Berpengaruh Terhadap Underpricing Dalam *Initial Public Offering* (IPO) Pada Kelompok Perusahaan Keuangan Dan Non Keuangan Di Bursa Efek Jakarta”.

Ritter (1984) menyatakan dalam penelitiannya bahwa pada penawaran saham perdana, saham-saham yang bersiko tinggi akan mengalami *underpricing* yang lebih besar dibandingkan saham-saham yang berisiko rendah, resiko berhubungan positif dengan *underpricing*. Semakin besar resiko yang dihadapi maka semakin *underpriced* suatu saham. Dalam menjelaskan *underpricing* IPO digunakan beberapa proksi pengukuran resiko, salah satu proksi yang digunakan untuk mengukur resiko adalah *stock volatility* yang dikur dengan deviasi standar perubahan harga dengan menggunakan  $\log H/L$ .

Parkinson (1980) dalam penelitiannya menyatakan bahwa natural log dari harga saham relatif mengikuti distribusi normal, faktor proposional yang dihubungkan dengan log harga yang tertinggi selama periode tertentu dibagi

dengan harga terendah dalam periode tersebut yang merupakan prediktor yang baik untuk standar deviasi *stock return*. Penelitian sebelumnya juga dilakukan oleh Ernyan dan Husnan (2002) menyatakan bahwa perbandingan *underpricing* penerbitan saham perdana pada Pasar Modal Indonesia dengan menggunakan proksi pengukuran resiko *volatilitas* perubahan harga saham, sedangkan penelitian ini akan menggunakan ukuran *volatilitas* perubahan harga saham dikur dengan nilai ekstrim Parkinson the natural log H/L (LOGHL). Nilai natural log H/L adalah harga tertinggi selama periode tahun 1999-2005 dibagi harga terendah pada periode tersebut.

Ernyan dan Husnan (2002), Hanafi dan Husnan (1991) dan Wahyono (2001), dalam penelitiannya menemukan *abnormal return* yang positif yang signifikan pada minggu pertama dan *abnormal return* yang negatif signifikan pada akhir minggu keempat untuk emisi saham perdana pada tahun 1990. Sedangkan Wahyono (2001) menemukan adanya *abnormal return* yang positif signifikan pada saat pertama kalinya diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.

Rodoni (2002) menyatakan dalam penelitiannya bahwa IPO di Bursa Efek Jakarta dalam periode Januari 1990 s.d Desember 1998 tingkatnya rendah dan terjadi *underpricing*. Widyafendi (2003) meneliti dengan menggunakan data tahun 1993-1997 menyatakan reputasi penjamin emisi merupakan proksi yang terbaik dan menjelaskan *true discount*, hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang lemah secara signifikan antara reputasi penjamin emisi dengan besarnya *initial return*. Ernyan dan Husnan (2002) meneliti pada periode 1991-1997 (sebelum dan sampai krisis moneter di Indonesia) apakah *underpricing* kelompok perusahaan

keuangan lebih kecil dibanding kelompok perusahaan non keuangan. Hasilnya menyatakan bahwa *underpricing* kelompok perusahaan keuangan tidaklah lebih kecil atau sama dibanding kelompok perusahaan non keuangan, karena itu penulis tertarik melakukan penelitian yang sama pada periode setelah terjadinya krisis moneter di Indonesia.

Lembaga keuangan adalah perusahaan yang bergerak dibidang keuangan dengan menghimpun dana, menyalurkan dana, atau kedua-duanya. Menurut SK Menteri Keuangan RI No. 792 tahun 1990 lembaga keuangan diberikan batasan sebagaimana badan lain yang kegiatannya dibidang keuangan, perusahaan melakukan penghimpunan dana dengan menjual saham perdana kepada masyarakat (calon investor) dana yang didapat dari penjualan saham perdana tersebut gunanya terutama untuk membiayai investasi perusahaan.

Monitoring lembaga keuangan diharapkan memperkecil ketidakpastian dan resiko kelompok perusahaan keuangan dibandingkan dengan kelompok perusahaan non keuangan. Diharapkan kelompok perusahaan keuangan mempunyai ketidakpastian dan resiko (misalnya *volatilitas* perubahan harga saham) lebih kecil dari kelompok perusahaan non keuangan. Kelompok perusahaan keuangan merupakan perusahaan yang banyak menghadapi berbagai regulasi yang diterbitkan oleh lembaga yang mengatur sektor keuangan.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas, maka perumusan masalahnya adalah sebagai berikut :

1. Apakah faktor Reputasi Penjamin Emisi mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO) ?

2. Apakah Offer Size (gross proceeds) mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO) ?
3. Apakah Stock Volatility mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO) ?
4. Apakah *underpricing* yang terjadi pada kelompok perusahaan keuangan lebih kecil dibanding dengan kelompok perusahaan non keuangan ?.

Dengan perumusan masalah tersebut diatas maka tujuan penelitian ini adalah untuk:

1. Membuktikan Reputasi Penjamin Emisi mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO).
2. Membuktikan Offer Size (gross proceeds) mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO).
3. Membuktikan Stock Volatility mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO).
4. Menguji *underpricing* pada kelompok perusahaan keuangan lebih kecil dibanding dengan kelompok perusahaan non keuangan .

Penelitian ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan terhadap penawaran saham perdana (IPO). Pihak-pihak tersebut antara lain:

1. Bagi akademisi;  
Memberi bukti empiris mengenai fenomena *underpricing* dan faktor-faktor yang mempengaruhi terhadap penawaran saham perdana ( IPO).
2. Bagi para peneliti pasar modal;  
Diharapkan penelitian ini dapat menambah referensi tentang salah satu fenomena yang terjadi pada pasar modal Indonesia. Penelitian ini dapat dikem-bangkan untuk mendapatkan

suatu model yang tepat sehingga berguna bagi para pelaku pasar modal.

3. Bagi emiten;  
Diharapkan mendapatkan pengetahuan yang bermanfaat dalam menentukan harga yang tepat dalam penawaran saham perdana agar perusahaan dapat memperoleh sejumlah modal dengan biaya yang relatif murah.
4. Bagi penjamin emisi;  
Diharapkan penjamin emisi memperoleh tambahan pengetahuan tentang penentuan harga dan waktu yang tepat untuk menjual saham pada masyarakat.
5. Bagi pemerintah;  
Dalam hal ini adalah Bapepam dan pengelola bursa efek, penelitian ini diharapkan dapat menjadi tambahan referensi dalam membuat kebijaksanaan tentang pasar modal sehingga dapat memacu tingkat pertumbuhan ekonomi dalam negeri.
6. Bagi Investor;  
Diharapkan hasil penelitian ini dapat digunakan oleh investor dalam mengambil keputusan dalam melakukan investasi.

Penelitian ini didapatkan dari ide 2 jurnal yang ditulis oleh Knopf dan Teall (1999) yang berjudul *The IPO Effect and Measurement of Risk* dan Alii, Yau, dan Yung (1994) yang berjudul *The Underpricing of IPOs of Financial Institution*. Knopf dan Teall (1999), sampel diambil dari tahun 1986 sampai 1989 perusahaan yang *go public*, menyatakan bahwa *Underpricing* diukur dengan menggunakan *initial return*. Sedangkan penelitian ini mengambil sampel dari tahun 1999 - 2005 (setelah terjadinya krisis moneter di Indonesia) pada perusahaan yang *go publik* di Pasar Modal Indonesia (BEJ) dengan menggunakan *abnormal return* sebagai indikasi

adanya *underpricing*. Karena *abnormal return* diukur dengan menggunakan *Expected return* dan realisasi *return* sehingga pengujian dan pengukurannya akan lebih baik jika dibandingkan dengan *initial return*. Jenis data yang akan

## METODE PENELITIAN

Metodologi yang dipakai dalam penelitian ini adalah metode observasi dan studi literatur. Secara berurutan akan dibahas tentang: data, sampel yang digunakan, operasional dan pengukuran variabel, pengujian hipotesis, dan diagnosis model. Data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta (BEJ), *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), Jurnal Pasar Modal, Majalah Uang dan Efek, serta sumber data lainnya yang penulis dapatkan. Jenis data yang akan dikumpulkan meliputi seluruh perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (IPO) setelah terjadinya krisis ekonomi di Indonesia pada tahun 1999 – 2005.

Dalam penelitian ini yang diperlukan adalah data harga saham, waktu penutupan dihari pertama bursa, data *offering price* atau harga penawaran saham perdana untuk menentukan *abnormal return*, data return pasar, dan tipe kelompok perusahaan keuangan dan kelompok perusahaan non keuangan, dan reputasi penjamin emisi, data *gross proceeds*, data harga tertinggi dan harga terendah pada 20 hari pertama perdagangan setelah IPO.

Pupulasi dan Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dibatasi hanya perusahaan yang melakukan IPO mulai tahun 1999 – 2005, sedangkan sebaiknya sampai data tahun 2006 tetapi data tahun 2006 tersebut belum bisa diambil

dikumpulkan meliputi seluruh perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (IPO) pada tahun 1999 – 2005 (setelah terjadinya Krisis Moneter di Indonesia).

dan digunakan karena data basenya belum cukup tersedia sesuai dengan yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Menurut Walpole (1993), pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* yaitu sampel yang dipilih dengan menggunakan beberapa syarat atau kriteria tertentu

Beberapa studi empiris tentang *underpricing* menyatakan berbagai proksi yang berbeda dalam pengukuran resiko. Knop dan Teall (1999) menggunakan nilai ekstrim Parkinson, LOGHL untuk pengukuran resiko dan membandingkannya dengan proksi pengukuran resiko lainnya yaitu dengan penjamin emisi dan *gross proceeds*. Dalam Penelitian ini variabel dependennya adalah *underpricing*. *Underpricing* diukur dengan *Abnormal Return* hari pertama. *Abnormal return* hari pertama diperoleh dari selisih *initial return* dengan *return* pasar, dapat diformulasikan sebagai berikut :  $AR=R_1-R_m$

Dalam penerbitan saham baru tidak hanya ada satu penjamin emisi saja yang melakukan penjaminan, melainkan ada beberapa penjamin. Penjamin emisi ada dua jenis yaitu penjamin utama dan penjamin peserta. Penelitian ini menggunakan penjamin utama sebagai penjamin emisi yang diperingkat reputasinya. Hal ini dikarenakan penjamin utama lebih memiliki proporsi penjamin yang lebih besar daripada penjamin peserta. Penjamin peserta hanya mengikuti harga yang telah disepakati oleh

penjamin utama dengan emiten (Ernyan dan Husnan, 2002).

*Offer size (gross proceeds)* adalah harga saham yang ditawarkan oleh perusahaan, pada umumnya dalam menetapkan harga dan jumlah saham perdana yang diterbitkan dapat mencerminkan nilai perusahaan yang sebenarnya.

*Stock Volatility* variabel ini digunakan untuk menjelaskan *underpricing* dengan memakai proksi standar deviasi selama 20 hari perdagangan pertama setelah IPO. Pengukuran risiko *underpricing* dengan metode nilai ekstrim. Parkinson (1980) menyatakan bahwa natural log dari harga saham relatif mengikuti distribusi normal. Sebuah faktor yang secara proporsional berhubungan dengan log dari harga tertinggi selama periode dibagi dengan harga terendah dari periode yang bertindak sebagai prediktor dari standar deviasi (menggunakan standar deviasi LOGHL). Dalam menggunakan metode nilai ekstrim bisa menggunakan data harian, mingguan dan dalam beberapa kasus dapat menggunakan data bulanan. Jika  $H$  = harga tertinggi dan  $L$  = harga terendah pada interval waktu yang dipertimbangkan maka  $1 = \text{Log} (HL)$  akan memberikan perbedaan nilai yang dibutuhkan untuk mengkalkulasikan varian.

Tipe perusahaan merupakan variabel *dummy* nilai 1 untuk kelompok perusahaan keuangan dan 0 untuk tipe kelompok perusahaan non keuangan dengan uji regresi. Koefisien *dummy* tipe perusahaan mewakili perbedaan dalam tingkat *underpricing* antar sampel. Harapannya adalah kelompok perusahaan keuangan memiliki tingkat *underpricing* yang lebih rendah dibanding kelompok perusahaan non keuangan, sehingga koefisien *variabel dummy* tipe perusahaan diharapkan bertanda negatif.

Agar model regresi tidak bias harus memenuhi asumsi uji klasik yaitu normalitas (data terdistribusi normal), autokorelasi, heterokedastisitas, dan multikolinearitas (Gujarati, 1995). Normalitas, uji ini bertujuan untuk menguji apakah variabel dependen dan variabel independen dalam model regresi mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi normal atau mendekati normal. Untuk mengetahui normalitas distribusi data dapat dilakukan uji normalitas dengan menggunakan *One Sample Kolmogorof Smirnov-Test*. Apabila *Asymp sign (2-tailed)*  $> \alpha$ , maka data mempunyai distribusi normal, dan sebaliknya jika *Asymp sign (2-tailed)*  $< \alpha$ , maka data mempunyai distribusi tidak normal.

Autokorelasi, Gujarati (1995), menyebutkan bahwa autokorelasi dapat didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam data deretan waktu) atau ruang (seperti data dalam *crosssectional*). Autokorelasi merupakan kondisi yang berurutan diantara anggota observasi yang terletak berderetan secara series dalam bentuk waktu jika datanya *time series* atau korelasi antara tempat yang berdekatan bila datanya *cross sectional*. Uji yang digunakan untuk mendeteksi adanya autokorelasi adalah uji Durbin Watson. Uji Durbin Watson dihitung berdasarkan jumlah selisih kuadrat nilai-nilai taksiran faktor gangguan yang berurutan. Autokorelasi tidak terjadi apabila angka D-W berada di antara antara 2 dan -2.

Heterokedasitas, Gujarati (1995) menyebutkan bahwa suatu asumsi penting dari model regresi linear klasik adalah bahwa gangguan (*disturbance*) yang muncul dalam regresi populasi adalah homoskedastik, yaitu

semua gangguan tadi mempunyai *varians* yang sama. *Homoscedasticity* merupakan asumsi yang berkaitan dengan dependensi hubungan antara variabel dimana dependen variabel menunjukkan tingkat varian yang sama antara variabel prediktor. Dalam model regresi *homoscedasticity* diharapkan terjadi, bila dilanggar dinamakan heteroskedasitas.

Multikolinearitas, Gujarati (1995) menyebutkan bahwa suatu asumsi penting dari model regresi linear klasik adalah tidak terdapat multikolinearitas diantara variabel yang menjelaskan yang termasuk dalam model. Multikolinearitas berarti adanya hubungan yang

sempurna atau pasti diantara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan dari model regresi. Untuk mendi-teksi adanya multikolinearitas dapat dilihat matriks korelasi antar variabel independen. Deteksi adanya multikolinearitas dapat dilakukan pula dengan melihat nilai *tolerance* atau *variance inflation factor* (VIF). Batas dari *tolerance value* adalah 0,100 dan batas VIF adalah 10 (Hair, 1998).

Sesuai dengan hipotesis yang telah dikemukakan pada bagian terdahulu, maka pengujian hipotesis dalam penelitian ini dapat dilakukan yaitu; Hipotesis ( $H_1$ ,  $H_2$  dan  $H_3$ ).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Pembahasan dilakukan mengenai: deskripsi statistik, uji normalitas, diagnosis model, pengujian hipotesis, analisis dan pembahasan hasil penelitian.

Deskripsi statistik, deskripsi awal statistik semua variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan go publik setelah masa krisis moneter di Indonesia yaitu dari tahun 1999 – 2005 sebanyak 101 perusahaan.

Selanjutnya akan dibahas faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* IPO yaitu Reputasi Penjamin Emisi, Offer Size (Gross Proceeds), Stock Volatility dan Kelompok Perusahaan yaitu Kelompok Perusahaan Keuangan dan Kelompok Perusahaan Non Keuangan.

Tingkat penyebaran data (standar deviasi) serta jumlah total populasi untuk setiap variabel penelitian. Pada variabel *abnormal return* diperoleh nilai minimum sebesar -0.29, nilai maksimum 0.41 dan nilai rata rata pada variabel *abnormal return* adalah 0.0175 sedangkan standar

devia-sinya sebesar 0.12717, dengan terlihatnya standar deviasi lebih kecil dari maksimum dan rata-rata *abnormal return* antara nilai minimum dengan nilai maksimum.

Tipe perusahaan diperoleh nilai minimum sebesar 0, nilai maksimum 1 dan nilai rata-rata pada variabel tipe perusahaan adalah 0.2079 sedangkan standar deviasinya sebesar 0.40784, terjadi nilai rata-rata variabel tipe perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi antara nilai minimum dengan nilai maksimum dan data perusahaan kurang baik. Reputasi penjamin emisi diperoleh nilai minimum sebesar 0, nilai maksimum 1 dan nilai rata rata pada variabel reputasi penjamin emisi adalah 0.0792 sedangkan standar deviasinya sebesar 0.27141, juga terjadi nilai rata rata variabel reputasi penjamin emisi lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi antara nilai minimum dengan nilai maksimum dan data penjamin emisi kurang baik.

Variabel *grosss proceed* diperoleh nilai minimum sebesar 13.43, nilai maksimum 29.14

dan nilai rata rata pada variabel *gross proced* adalah 24.5435 sedangkan standar deviasinya sebesar 2.51890, maka terjadi nilai rata-rata variabel *gross proced* lebih kecil diban-dingkan dengan standar deviasi, dimana standar deviasi diatas nilai maksimum dan data *grosss proceed* kurang baik. Sedangkan pada variabel *stock volatility* diperoleh nilai minimum sebesar-9.63396, nilai maksimum 0.35842 dan nilai rata

rata pada variabel *stock volatility* adalah -2.09251 sedangkan standar deviasinya sebesar 0.97979550, inipun terdapat nilai rata rata variabel *stock volatility* lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi dimana standar deviasi diatas nilai maksimum data *stock volatility* kurang baik. Hal-hal tersebut diatas dapat terlihat pada tabel dibawah ini:

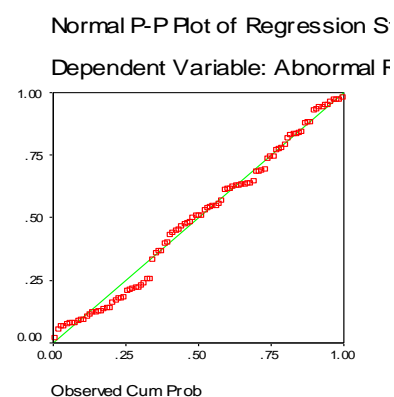
Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Diviation
Abnormal Return	101	-,29	,41	,0175	,12717
Tipe	101	,00	1,00	,2079	,40784
Reputasi	101	,00	1,00	,0792	,27141
Gross Proceed	101	13,43	29,14	24,5435	2,51890
Stok Volatility	101	-9,63396	,35842	-2,09251	,97979590
Valid N (listwise)	101				

Untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak, perlu dilakukan uji normalitas. Pengujian *Kolmogorof-Smirnov* terhadap variabel bukan *dummy* pada tabel dibawah ini menunjukkan bahwa pada alpha 5%

menunjukkan bahwa semua variabel berdistribusi normal. Pada tabel dibawah ini terlihat semua variabel adalah berdistribusi normal karena *asymptotic (2-tailed)* lebih besar dari 5% (*alpha*), seperti dibawah;

One Sample Kolmogorof-Smirnov Test					
			Abnormal Return	Gross Proceed	Stock Volatility
N			101	101	101
Normal Parameters	ab	Mean	,0175	24,5435	2,1911439
Most Extre		Std Deviation	,12717	2,51890	,97979587
Differences		Absolute	,167	,163	,386
		Positive	,167	,095	,357
		Negative	-,090	-,163	-,386
Kolmogorof-Smirnov			1,682	1,641	3,883
Asymp.Sig.(2-tailed)			,070	,091	0.123
a.	Tes distribution is normal				
b.	Calculated from data				

Pendekatan *normal probability plot*, data terdistribusi tidak normal akan ditunjukkan dalam garis diagonal, sedangkan data diplot sesuai dengan distribusinya. Dari model regresi yang diteliti, terlihat bahwa *plotting* data tidak sama dengan garis diagonal yang berarti data tersebut tidak terdistribusi dengan normal, seperti gambar dibawah ini;





Nilai *Durbin Watson* dapat digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi. Nilai *Durbin Watson* dapat dilihat pada tabel dibawah ini. Autokorelasi tidak terjadi apabila angka D-W berada di antara antara 2 dan -2. Dari tabel di

bawah ini terlihat bahwa nilai DW 1.921, dimana nilai tersebut terletak antara 2 dengan -2, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi karena nilai D-W terletak antara 2 dan -2.

Model Summary					
Model	R	R. Square	Adjusted R. Square	Std. Error of The Estimated	Durbin-W Atson
1	.489 <sup>a</sup>	.284	.045	.12425	1.921

a. Predictors: (Constant), Stock Volatility, Reputasi, Gross Proceed, Tipe  
b. Dependent Variable: abnormal Return

Multikolinearitas terjadi apabila terdapat hubungan linear diantara variabel independen yang di-gunakan dalam model penelitian ini. Metode untuk menguji terjadinya Multikolinearitas dapat dilihat dari *Tolerance value* atau *variance inflation factors* (VIF). Batas dari *tolerance value* adalah 0,100 dan batas VIF adalah 10 (Hair, 1998). Hasil analisis seperti terlihat pada tabel dibawah ini menunjukkan bahwa nilai VIF semua variabel independen di bawah nilai 10 dan *tolerance* di atas 0,100 yang meng-indikasikan tidak terjadinya multikolinearitas penelitian yang dilakukan pada perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 1999-2005.

Coefficients <sup>a</sup>			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	TIPE	.985	1.018
	REPUTASI	.985	1.015
	GROSS	.999	1.003
	STOCK	1.000	1.000

Dependent Variable: SQRT(AR)

Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas digunakan uji korelasi peringkat *Spearman* dengan meregresikan variabel dependen dengan masing-masing variabel independen untuk mendapatkan nilai residual. Nilai mutlak residu diuji dengan masing-masing variabel independen. Jika tidak signifikan secara statistik antara variabel indenpenden dengan nilai mutlak residunya maka tidak terdapat heterokedatisitas, Hasil pengujian heterokedatisitas dapat dilihat pada tabel berikut:

		Correlations			
		Tipe	Reputasi	Gross Proceed	Stock Volatility
A_RES	Pearson Correlation	-,157	-,020	-,093	-,054
	Sig.(2-tailed)	,117	,845	,357	,592
	N	101	101	101	101

Hasil korelasi *Spearman* antara absolut residual (A\_RES) dengan masing-

masing variabel independen terlihat semuanya tidak signifikan berarti tidak

terjadi heteroskedastisitas. Reputasi penjamin emisi sering digunakan sebagai proksi pengukuran risiko dalam menjelaskan *underpricing*. Reputasi penjamin emisi yang baik memiliki informasi yang lebih lengkap. Demikian juga dengan pemilihan penjamin emisi yang mempunyai reputasi baik diharapkan dapat memberi sinyal yang positif kepada investor karena dapat mengurangi ketidak pastian atau asimetri informasi dan dapat memperkecil terjadinya *underpricing*.

Ditemukan bahwa tipe perusahaan

mempunyai nilai sig 0.025 kecil dari 5 % (alpha) hal ini berarti tipe perusahaan berpengaruh negative terhadap *abnormal return*. Untuk *offer size/gross proceed* mempunyai nilai 0.377 besar dari 5% (alpha) maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh *gross proceed* terhadap *underpricing*. Berbeda dengan *stock volatility* yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap *underpricing*, ditunjukkan dengan nilai sig 0.022 atau kecil dari 5%, seperti terlihat pada tabel dibawah ini;

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandarized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	Constant	,135	,122		1,110	,270		
	Reputasi	-1,33E-03	,046	-,003	-,029	,977	,983	1,018
	Gross Proceed	-4,39E-03	,005	-,087	-,888	,377	,997	1,003
	Stock Volatility	2,953E-02	,013	,228	2,329	,022	1,000	1,000

Dari tabel diatas terlihat hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1, pengujian variabel reputasi penjamin emisi tidak signifikan. Hasil ini dapat dilihat pada tabel 4.6 dimana nilai sig dari variabel penjamin emisi sebesar 0,977 > dari alfa (0,05), dengan demikian penelitian ini tidak dapat menunjukan adanya pengaruh yang signifikan antara proksi pengukuran risiko reputasi penjamin emisi dengan *underpricing*, terjadi nilai rata rata variabel reputasi penjamin emisi lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi antara nilai minimum dengan nilai maksimum.

Hipotesis 2, Hasil pengujian untuk *offer size* atau besarnya jumlah penawaran pada saat IPO adalah tidak signifikan pada tingkat 5%.

Sehingga menunjukkan tidak adanya pengaruh negatif yang tidak signifikan secara statistik antara variabel *offer size* dengan *underpricing*, terjadi nilai rata-rata variabel *gross proceed* lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi, dimana standar deviasi diatas nilai maksimum.

Hipotesis 3, *stock volatility* dengan menggunakan standar deviasi LOGHL terlihat bahwa nilai sig lebih Kecil dari alfa yaitu 0,022 < 0,05 sehingga signifikan pada level 5%. Terdapat nilai rata rata variabel *stock volatility* lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi dimana standar deviasi diatas nilai maksimum dan terdapat pengaruh positif yang signifikan

antara variabel LOGHL dengan *underpricing*, dihitung dengan cara membandingkan nilai  $t$  hitung dengan  $t$  sig dengan  $\alpha$  jika  $t$  sig  $< \alpha$  maka  $H_a$  diterima dan jika  $t$  sig  $> \alpha$  maka  $H_a$  tidak diterima/dito-lak, sehingga persamaan menjadi:  $SQRT(AR) = 0.135 - 0.0133REP - 0.0439Offer Size + 0.02953 LGHL + eit$

Pengujian hipotesis 4 dilakukan dengan uji beda (*compare mean*) *independent sample T-test* terhadap *mean abnormal return* untuk masing-masing kelompok perusahaan keuangan dan kelompok perusahaan non keuangan. Selain itu mengacu juga pada penelitian (Alli, Yau, dan Yung 1994), penelitian ini juga melakukan uji regresi untuk mengontrol faktor-faktor yang diperkirakan dapat mempengaruhi terjadinya *underpricing*.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan *regresi linear* berganda untuk mengetahui apakah *underpricing* yang terjadi pada kelompok perusahaan keuangan lebih kecil dibanding

kelompok perusahaan non keuangan. Kelompok perusahaan keuangan karena mendapat regulasi dan pemerintah maka tingkat *underpricing* yang terjadi diharapkan lebih rendah, dapat dilihat pada dibawah, dimana rata-rata *abnormal return* untuk perusahaan keuangan -0,0213 lebih kecil dari rata-rata *abnormal return* perusahaan non keuangan yang rata-rata *abnormal return* nya sebesar 0,0277.

Pengujian dengan uji beda (*compare mean*) *independent sample T-test* kelompok keuangan dan kelompok non keuangan terhadap *mean abnormal return* yang menunjukkan terjadinya *underpricing*.

Dari tabel dibawah dapat dilihat bahwa *mean underpricing* kelompok keuangan lebih kecil dibanding *mean underpricing* kelompok non keuangan dan signifikan secara statistik pada tingkat 5%. Terdapat perbedaan rata-rata atau *mean underpricing* kelompok keuangan dengan kelompok non keuangan pada pasar perdana.

Perbedaan *Abnormal Return*  
kelompok Keuangan dan Kelompok Non keuangan

Group Statistik					
	Tipe	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Abnormal Return	1,00	21	,0213	,07326	,01599
	,00	80	,0277	,13641	,01525

Uji Signifikansi Independen Samples Test								
Levene's test for equality of variances				t-test for equality of mean				
	F	Sig	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean difference	Std. error diff	95% confidence interval of the diff Lower Upper
Abnormal return equal variance assumed	4,892	,029	-1,583	99	,012	-,0490	,03095	-,11040 ,01242
Abnormal return equal variance not assumed			-2,217	60,323	,034	-,0490	,02209	-,09318 -,00480

Dari hasil penelitian menunjukkan terbukti bahwa seluruh hipotesis yang diajukan didukung oleh data hipotesis 1, 2, 3, dan 4. Pada hipotesis 1, 2 dan 3 menunjukkan terjadinya fenomena *underpricing* pada pasar saham perdana di Bursa Efek Jakarta yang diindikasikan oleh adanya rata-rata *abnormal return* perdana yang positif dan signifikan secara statistik, dihitung dengan cara membandingkan nilai  $t$  hitung dengan  $t$  sig dengan  $\alpha$  jika  $t \text{ sig} < \alpha$  maka  $H_a$  diterima dan jika  $t \text{ sig} > \alpha$  maka  $H_a$  tidak diterima/ditolak. Temuan ini konsisten dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya seperti yang dinyatakan oleh Alli, Yau, dan Yung (1994), Ritter (1991), Knopf dan Teall (1999), Widjaja (1997) dan berbagai penelitian peneliti lainnya. Pada hipotesis 4 didukung oleh data. *Underpricing* pada kelompok perusahaan keuangan lebih kecil dibanding *underpricing* kelompok perusahaan non keuangan. Hasil penelitian membuktikan rata-rata *abnormal return* perdana pada kelompok perusahaan keuangan lebih kecil dibanding rata-rata *abnormal return* kelompok perusahaan non keuangan, terlihat dimana rata – rata *abnormal return* untuk perusahaan keuangan -0,0213 lebih kecil dari rata-rata *abnormal return* perusahaan non keuangan yang rata-rata *abnormal return* nya sebesar 0,0277, karena kelompok perusahaan keuangan merupakan perusahaan yang banyak menghadapi berbagai regulasi yang diterbitkan oleh lembaga yang mengatur sektor keuangan. Pengawasan dilakukan oleh lembaga pengawas yaitu Bank Indonesia dan Departemen Keuangan.

## KESIMPULAN

Dalam periode penelitian yang tahun 1999 – 2005 pada IPO di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan menggunakan 101 sampel perusahaan,

maka penelitian ini menyimpulkan:

- a. Dari hasil analisis disimpulkan bahwa terdapat faktor-faktor yang sangat mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham perdana (IPO) di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Reputasi penjamin emisi tidak pengaruh terhadap *underpricing* tetapi tidak signifikan secara statistik karena nilai rata rata variabel reputasi penjamin emisi lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi antara nilai minimum dengan nilai maksimum, hal ini berarti baik emiten yang dijamin oleh penjamin yang menjamin pada nilai diatas Rp. 1 trilyun maupun tidak, ternyata tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Penelitian terhadap pengaruh yang tidak signifikan oleh penjamin emisi terhadap *underpricing*. Penemuan ini konsisten dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya seperti yang dikemukakan oleh Ali, Yau dan Yung (1994), Riter (1991) ,Wahyono (2001), Widjadja (1997). dan berbagai penelitian lainnya.
- b. *Offer size* tidak berpengaruh terhadap *underpricing* karena tidak signifikan secara statistik pada tingkat 5%. Karena nilai rata-rata variabel *gross proced* lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi, dimana standar deviasi diatas nilai maksimum. Maka semakin kecil nilai penawaran cenderung menimbulkan spekulasi dan risiko yang lebih tinggi dibanding dengan nilai penawaran yang lebih besar, dan sebaliknya. Jumlah penawaran yang lebih kecil cenderung lebih *underpriced* dibandingkan dengan penawaran yang lebih besar
- c. Terdapat hubungan positif secara signifikan antara *stock volatility* dengan menggunakan

proksi pengukuran standar deviasi LOGHL, karena nilai rata rata variabel *stock volatility* lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi dimana standar deviasi diatas nilai maksimum.

- d. *Underpricing* pada kelompok perusahaan keuangan lebih kecil apabila diban-dingkan dengan kelompok perusahaan non keuangan dengan menggunakan *abnormal return*.

### Ucapan terima kasih

Pada kesempatan ini penulis tidak lupa mengucapkan terima kasih kepada;

1. STIE Yappas yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menerbitkan artikel ini.
2. Bapak Dr. Ir. H. Eni Kamal, MS yang sangat memberikan dorongan kepada penulis untuk membuat arikel ini.
3. Sahabat-sahabatku (Myrna, Arsyad Lubus, Nancy, Jayasman) yang telah banyak memberikan bantuan dan dorongan hingga selesainya penelitian ini.
4. Dan sahabat serta pihak lain yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, semoga apa yang telah diberikan kepada penulis dijadikan sebagai Amal Ibadah oleh ALLAH SWT, semoga artikel ini bermanfaat dimasa yang akan datang bagi masyarakat serta dunia pendidikan.

### Daftar Pustaka

- Alii, Yau, Yung, 1994, The Underpring Of IPO Financial Institution, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vo1 21. No.7, pp. 1013 - 1029.
- Ernyan dan Husnan, 2002, Perbandingan Underpricing penerbitan saham perdana perusahaan keuangan dan non-keuangan di pasar modal Indonesia: Pengujian Hipotesis Asymmetric information. *Proceeding Simposium Nasional Keuangan In*
- Memorium Prof. Bambang Riyanto* : hal.43-56.
- Gujarati, D. N, 1995. *Basic Econometric*, 3 rd edition, Singapore, Mc Graw Hill.
- Hanafi, M dan Husnan, S. 1991, Prilaku harga saham di pasar perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta selama 1990, *Usahawan* No.11, pp. 12-15.
- Konpf. D. J. and Teall, J. L 1999. The IPO Effect and Measurement of risk, *Journal of Financial and Strategic Decision*, VOl.12. No.2, pp.51 - 57.
- Parkinson, M. 1980. The Extreme Value Method for estimatin the Variance of the Rate of Return, *Journal of Business*, Vol. 53 No.1 ,pp. 61-65.
- Ritter, J. 1984, The Hot Issue Market of 1980. *Journal of Business*, Vol. 57, No.2, pp.215-241.
- Rodoni, A. 2002. Penawaran Saham Perdana: Pengalaman di Bursa Efek Jakarta 1990-1998. *Proceeding Simposium Nasional Keuangan In Memorium Prof. Bambang Riyanto*: Hal. 214-241.
- Walpole Ronald E, 1993 *Pengantar Statistik* Edisi.3 Jakarta hal 260.
- Widjaja, DI. 1997, Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi Underpricing harga saham perdana periode 1994-1997 di BEJ *Tesis program pascasarjana (magister sains)*, Fakultas Ekonomi Universitas Gajah Mada Yogyakarta, tidak dipublikasikan.
- Widyarfendhi. 2003, Perbedaan Antara Initial Return terhadap true discount: Sebuah perbandingan terhadap derajat reputasi underwriter pada IPO di bursa efek Jakarta, *Tesis program pascasarjana (magister sains)*, Fakultas Ekonomi Universitas Gajah Mada Yogyakarta, Tidak dipublikasikan.